



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

- 《章鼓转债：国内风机行业专业制造商 20231017》-2023.10.18
- 《“一带一路”有哪些布局机会？——可转债周观点 20231015》-2023.10.15
- 《Q4 转债估值有望修复——可转债周观点 20231007》-2023.10.07
- 《多期发行可转债浅析——可转债周观点 20230925》-2023.09.25
- 《宇邦转债：光伏行业涂锡铜带专业制造商 20230919》-2023.09.20
- 《浅谈可转债发行准则及流程——可转债周观点 20230916》-2023.09.17
- 《华懋转债：国内汽车被动安全行业综合服务商 20230914》-2023.09.14
- 《盟升转债：国内卫星终端设备高新企业 0912》-2023.09.13
- 《转债回售条款博弈浅谈——可转债周观点 20230909》-2023.09.10
- 《转债主体公司上半年业绩有哪些看点 20230906》-2023.09.06
- 《政策利好推动转债行情修复——可转债周观点 20230902》-2023.09.03
- 《下修博弈过程中的风险与机遇——可转债周观点 20230828》-2023.08.28
- 《力诺转债：山东玻璃新材料综合服务商 20230824》-2023.08.24
- 《科数转债：国内智慧电能领军企业 20230823》-2023.08.23
- 《转债强赎条款博弈浅谈——可转债周观点 20230822》-2023.08.22

可转债打新报告

中贝转债：新基建网络建设服务商 20231020

● 转债投资要点

中贝转债本期发行规模为 5.17 亿元，扣除发行费用后将用于中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务集中采购项目。

债底保护一般，条款中规中矩。中贝转债发行期限为 6 年，债项与主体评级均为 A+/A+级（中证鹏元），转股价 32.80 元。下修条款（15/30, 85%）、强赎条款（15/30, 130%）和回售条款（30/30, 70%）均为市场化条款。按 2023 年 10 月 19 日 6 年期 A+级中债企业债到期收益率 8.75% 的贴现率计算，债底为 73.90 元，纯债价值一般。

转换平价高于面值，股本稀释率较小。正股中贝通信 10 月 19 日的收盘价为 35.50 元，对应转换平价 108.23 元。全部转股对总股本稀释率为 4.69%，对流通股本稀释率为 4.72%，摊薄压力较小。

预计中签率介于 0.0017%-0.0021%。截至 2023 年 10 月 19 日，预计原股东优先配售比例为 62.54%，剩余网上申购新债规模为 1.89 亿元，考虑单户申购上限为 100 万元，若网上申购数量介于 900-1100 万户，预计中签率介于 0.0017%-0.0021%。

预计上市首日转股溢价率为 25%，上市首日价格为 128.53-142.05 元。参考奥飞转债和富瀚转债，给予中贝转债上市首日 25% 的溢价，预计上市价格为 128.53-142.05 元，目前正股股价处于较高水平，建议关注价格波动风险。

● 正股基本面分析

公司同时聚焦新基建与新能源，主要营收来自于 5G 新基建、智慧城市与 5G 行业应用。实际控制人为李六兵、梅漫。

营收整体稳定，归母净利润增速恢复。受限于国内整体经济环境，项目停工等因素，2022 年营收仅增长 0.06%，归母净利润下滑 40.11%。2023H1 公司营收 12.94 亿元、同比增长 27.09%，归母净利润 0.66 亿元、同比增长 75.21%，业绩实现稳中恢复。

期间费用率改善有限，盈利端有所修复。2023H1 公司期间费用率较 2020 年下降 0.8 个 pct，成本管控能力有待提升。2023H1 毛利率、净利率分别升至 16.84%/4.88%，盈利水平有所恢复。

资债结构整体可控，现金流有待改善。2023H1 公司资产负债率 61.95%，基本持平可比公司。2022 年公司经营性净现金流为 0.51 亿元，现金流方面仍有待改善。

● 风险提示：

募投项目进展不及预期；新业务拓展不及预期；新能源景气度不及预期；正股价格波动风险。

目录

1 转债基本要素及定价分析.....	4
2 正股基本面分析	5
2.1 公司层面：同时聚焦新基建+新能源	5
2.2 行业层面：通信行业发展良好，新能源装机规模逐渐扩张	8
2.3 经营层面：经营业绩初步恢复，现金流有待改善.....	9
2.4 估值层面：估值处于近年较高水平	11
3 风险提示	12

图表目录

图表 1: 中贝转债发行基本要素.....	4
图表 2: 转债价格敏感性分析.....	5
图表 3: 公司发展阶段主要分为三步.....	6
图表 4: 中贝通信股权结构.....	6
图表 5: 5G 新基建业务贡献核心营业收入.....	7
图表 6: 华南华中地区营收占比较高.....	7
图表 7: 公司募集资金使用明细.....	7
图表 8: 国内通信基站数量不断上升.....	8
图表 9: 数据中心机架数量稳步增长.....	8
图表 10: 国内光伏发电装机规模有序扩张.....	9
图表 11: 国内动力电池装机量不断上升.....	9
图表 12: 公司营业收入稳中向上.....	9
图表 13: 2023 年公司净利润逐渐恢复增势.....	9
图表 14: 公司研发投入力度较强.....	10
图表 15: 公司期间费用率稳中有降.....	10
图表 16: 资产负债率与可比公司持平.....	10
图表 17: 2023H1 公司盈利能力得到改善.....	10
图表 18: 公司收现比优于可比公司.....	11
图表 19: 现金流仍具备改善空间.....	11
图表 20: 公司估值与同业可比公司对比.....	11
图表 21: 近一年正股股价增速跑赢行业指数 185 个 pct.....	12
图表 22: 公司估值处于近五年较高水平.....	12

1 转债基本要素及定价分析

中贝转债于 2023 年 10 月 19 日公开发行可转换公司债券，发行方式为网上优先配售、网上向一般社会投资者发售，发行规模为 5.17 亿元，发行期限为 6 年，债项与主体评级均为 A+/A+（中证鹏元），转股价 32.80 元。

票面利率：第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 1.20%、第四年 1.80%、第五年 2.50%、第六年 3.00%。到期赎回价格为票面面值的 115%（含最后一期利息）。

三大条款中规中矩。本次转债下修条款为 15/30, 85%，有条件赎回条款为 15/30, 130%，回售条款为 30/30, 70%。均为市场化条款。

股本摊薄压力较低。若全部转股对总股本的摊薄压力为 4.69%，对流通股本的摊薄压力为 4.72%，整体摊薄压力较小。

图表1：中贝转债发行基本要素

转债名称	中贝转债	转债代码	113678.SH	发行规模	5.17 亿元
正股名称	中贝通信	正股代码	603220.SH	保荐机构	海通证券
主体评级	A+	债项评级	A+	评级机构	中证鹏元
存续期	2023.10.19—2029.10.18	转股期限	2024.04.25—2029.10.18	网上发行日	2023.10.19
赎回条款	转股期，15/30，130%	下修条款	存续期，15/30，85%	回售条款	最后两个计息年度，30，70%
票面利率	0.20%、0.40%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%				

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

债底保护性较弱。按 2023 年 10 月 19 日 6 年期 A+ 级中债企业债到期收益率 8.75% 的贴现率计算，债底为 73.90 元，纯债价值一般。正股中贝通信 10 月 19 日的收盘价为 35.50 元，对应转换平价为 108.23 元，高于可转债面值。

中签率介于 0.0017%-0.0021% 之间。中贝通信前十大股东持股比例为 41.80%，若其中 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，预计原股东优先配售比例为 62.54%，剩余网上申购新债规模为 1.89 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 900-1100 万户，预计中签率介于 0.0017%-0.0021% 之间。

我们参考同行业内转债规模和评级相似的奥飞转债（转债规模 6.35 亿，评级为 A+，上市后首日收盘价 130.50 元，转股溢价率为 23.97%）、富瀚转债（转债规模 5.81 亿，评级为 A+，上市后首日收盘价 136.89 元，转股溢价率为 29.25%），给予中贝转债上市首日 25%的溢价，预计上市价格为 128.53-142.05 元，目前正股股价处于较高水平，建议关注价格波动风险。

图表2：转债价格敏感性分析

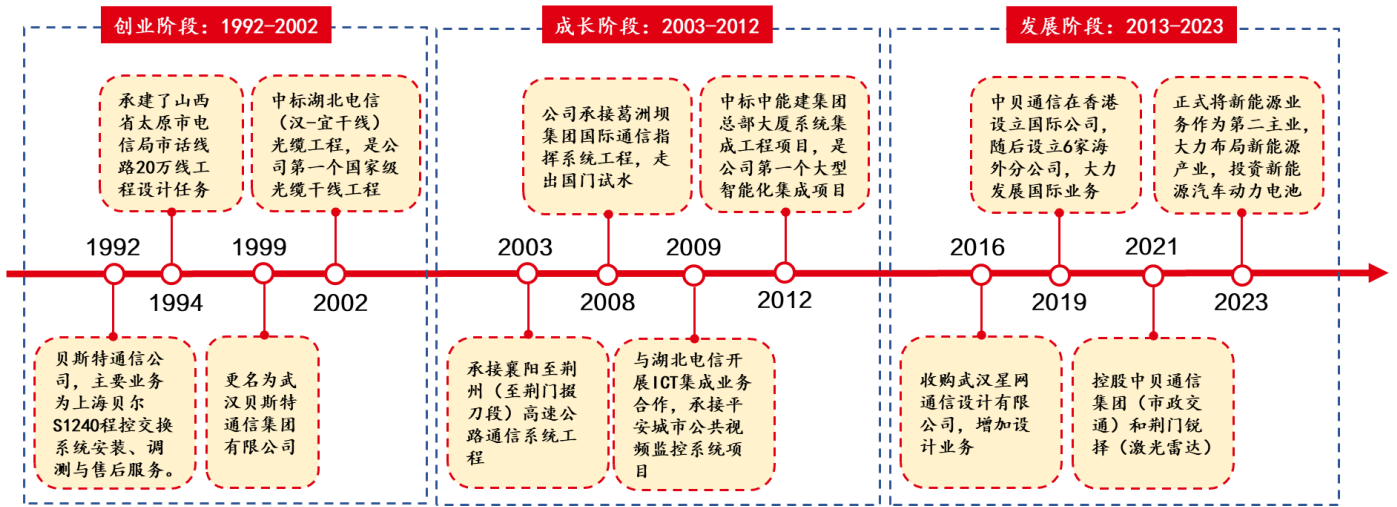
转股溢价率/正股价（元）		20.00%	22.50%	25.00%	27.50%	30.00%
-5%	32.04	117.21	119.66	122.10	124.54	126.98
-5%	33.73	123.38	125.95	128.53	131.10	133.67
20231019 收盘价	35.50	129.88	132.58	135.29	138.00	140.70
5%	37.28	136.37	139.21	142.05	144.90	147.74
5%	39.14	143.19	146.17	149.16	152.14	155.12

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 正股基本面分析

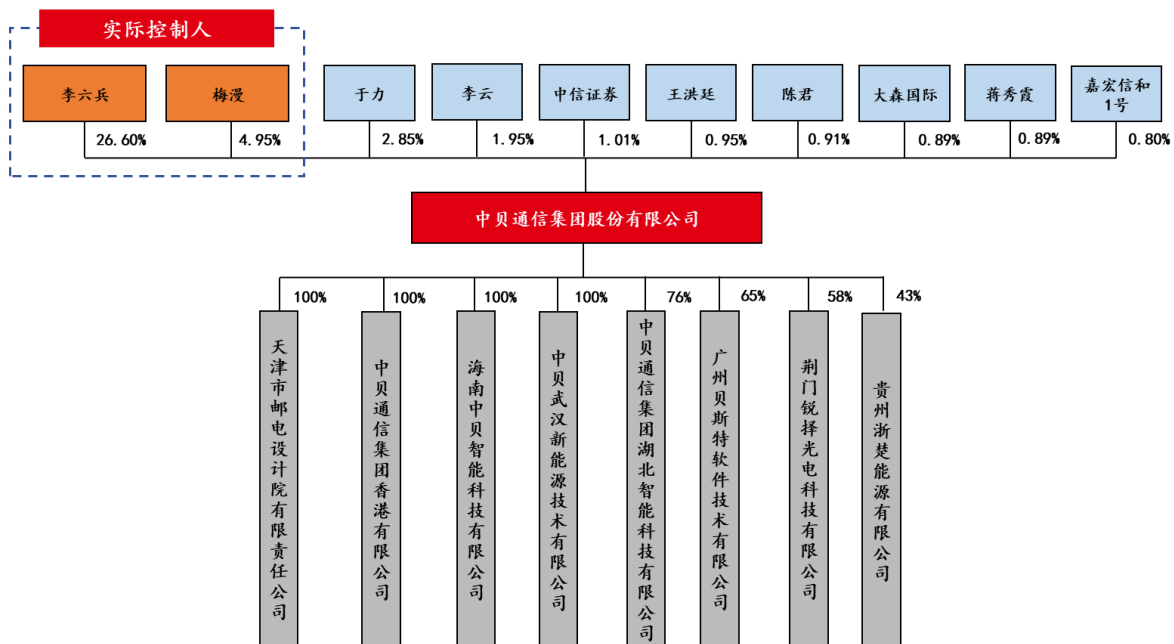
2.1 公司层面：同时聚焦新基建+新能源

中贝通信成立于 1992 年，主业聚焦 5G 新基建、云网算力服务，主要为政府和行业客户提供基于云主机的算力、存储、云服务和解决方案，以及 5G 新基建、智慧城市与行业应用服务和光电子产品，是中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔的重要服务商，在国际“一带一路”沿线国家开展 EPC 总承包业务，目前已覆盖中东、东南亚、非洲等海外国家。公司大力布局新能源产业，投资新能源汽车动力电池及系统产线、储能系统设备产线，投资分布式光储充项目开发、建设运营，在通信机房建设营运储能系统。

图表3：公司发展阶段主要分为三步


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

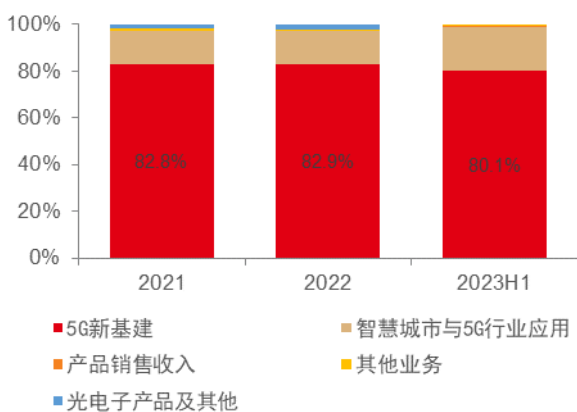
股权结构稳定，李六兵、梅漫为实际控制人。截至2023年中期，公司实际控制人为李六兵、梅漫夫妻二人，直接持股比例合计为31.55%，公司股权相对集中，股权结构稳固，现控股8家子公司，其中全资子公司4家：天津邮电设计院有限责任公司负责5G新基建的设计业务，中贝通信集团香港有限公司负责国际5G新基建业务，中贝武汉新能源技术有限公司负责新能源业务。2023年3月公司收购浙储能源集团有限公司43%股权，加强了公司在新能源领域的多元化布局。

图表4：中贝通信股权结构


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

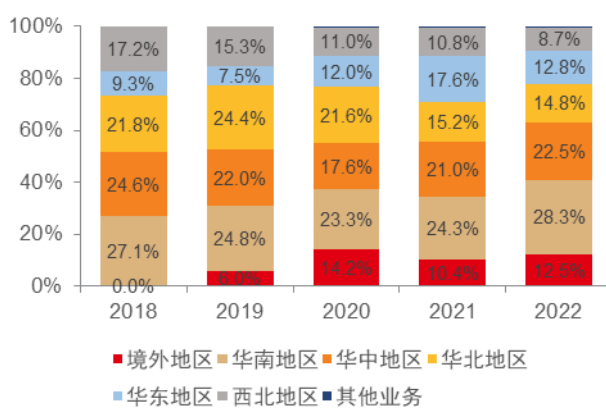
中贝通信的主要业务为新基建和新能源，其中 5G 新基建业务贡献核心营业收入，截至 2023 年上半年，营收占比为 80.1%，智慧城市与 5G 行业应用位居其后，占比 18.5%，较 2021 年提升 4.0 个 pct。从区域分布来看，华南地区营收占比有所提升，2018-2022 年由 27.1% 上升至 28.3%，占比位列各区域最高；2022 年华中地区营收占比为 22.5%，仅次于华南地区，两区域合计占比过半。境外地区收入增长明显，2019-2022 年营收占比由 8.0% 上升至 12.5%。

图表5：5G 新基建业务贡献核心营业收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：华南华中地区营收占比较高



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司积极建立与国内头部运营商的合作联系。2023 年 10 月，公司发行可转债募集资金 5.17 亿元，扣除费用后将全部用于中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务集中采购项目。

图表7：公司募集资金使用明细

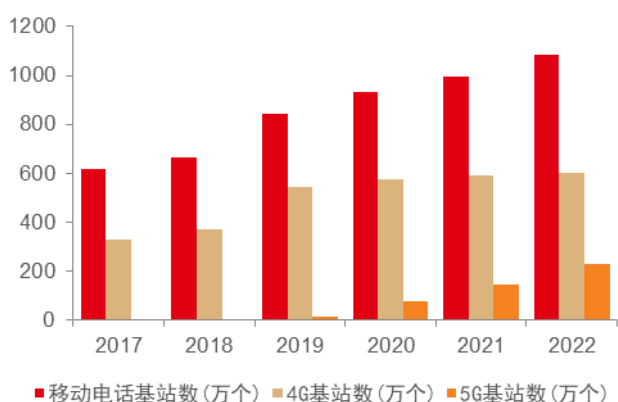
项目名称	项目投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	占项目总投资比例
中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务集中采购项目	111206.95	51700.00	46.49%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

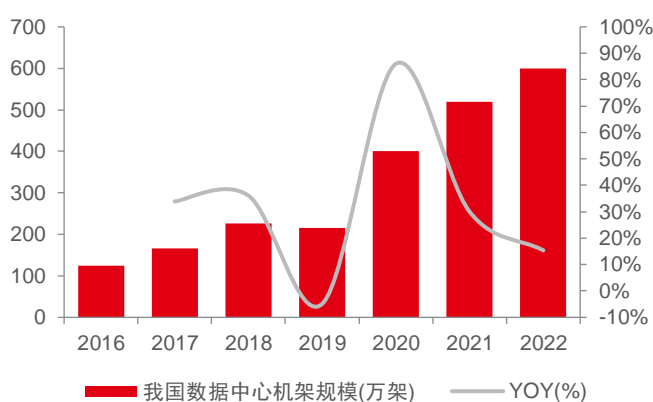
2.2 行业层面：通信行业发展良好，新能源装机规模逐渐扩张

通信行业发展迅速，新基建加快推进。随着云计算等新兴业务快速增长，国内产业数字化进程不断提速，传统行业得以转型升级。2022年全国移动通信基站总数达1083万个，全年净增87万个。其中5G基站为231.2万个，全年新建5G基站88.7万个，占移动基站总数的21.3%，占比较上年末提升7个pct。2022年三家基础电信企业为公众提供服务的互联网数据中心机架数量达81.8万个，全年净增8.4万个。

图表8：国内通信基站数量不断上升



图表9：数据中心机架数量稳步增长

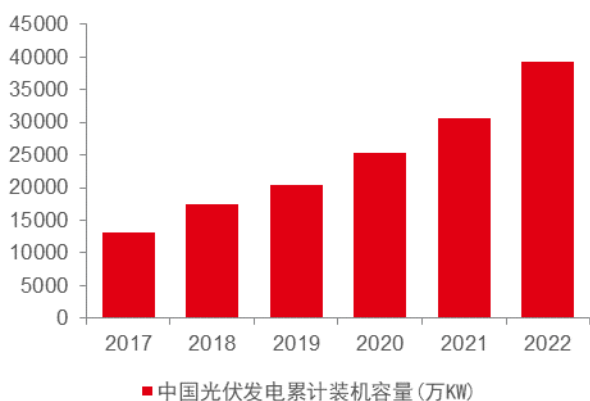


资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

资料来源：观研报告网，中商情报网，中邮证券研究所

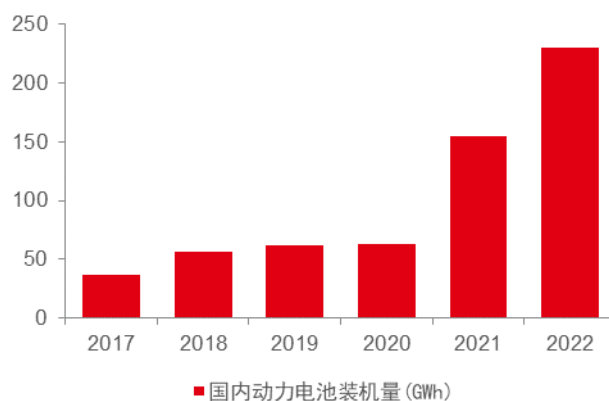
新能源景气度持续，光伏装机规模不断扩大。随着“双碳”战略目标的逐步推进，国内光伏产业链不断发展，新能源装机规模不断扩大。2022年国内光伏发电装机容量39261万KW，同比增长28.1%；光伏发电新增装机容量8741万KW，同比增加60.3%。随着新能源车渗透率快速增长，中国动力电池市场持续扩张，2022年国内动力电池装机量升至229.9GWh，同比增长48%。

图表10: 国内光伏发电装机规模有序扩张



资料来源: 中商产业研究院, 中邮证券研究所

图表11: 国内动力电池装机量不断上升

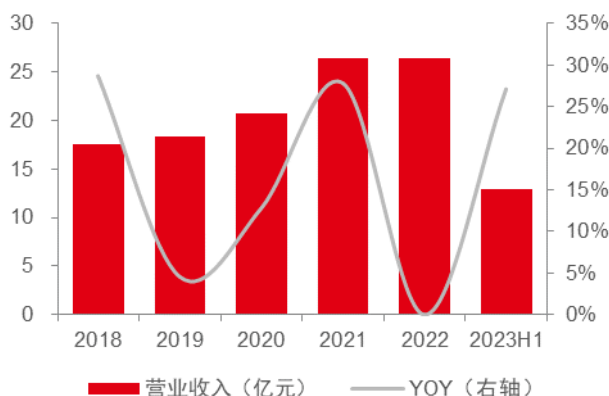


资料来源: 深圳市电子商会, 中邮证券研究所

2.3 经营层面: 经营业绩初步恢复, 现金流有待改善

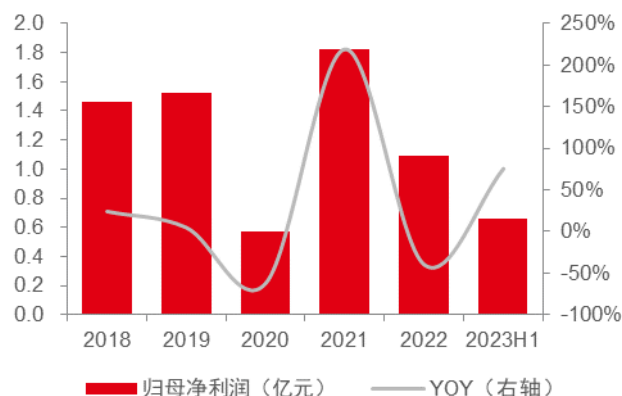
营收整体稳定, 归母净利润逐步恢复。2018-2021 年公司营收稳步增长, 由 17.51 亿元增至 26.41 亿元, 复合增长率高达 14.5%。2022 年营收 26.43 亿元, 较 2021 年基本持平, 主要受国内整体经济环境, 项目停工等因素影响。截至 2023 年上半年, 公司营收 12.94 亿元, 同比增长 27.09%, 营业收入实现稳中恢复。公司归母净利润在 2020 年和 2022 年均有所下滑, 2020 年受大环境影响, 停工时间较长, 公司业绩出现较大下降; 2022 年受限于整体经济环境, 净利润下滑较多。截至 2023 年上半年, 公司归母净利润达到 0.66 亿元, 同比增长 75.21%, 净利润逐步恢复。

图表12: 公司营业收入稳中向上



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

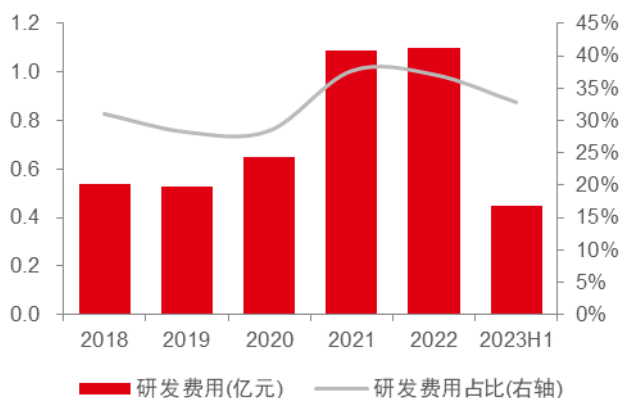
图表13: 2023 年公司净利润逐渐恢复增势



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

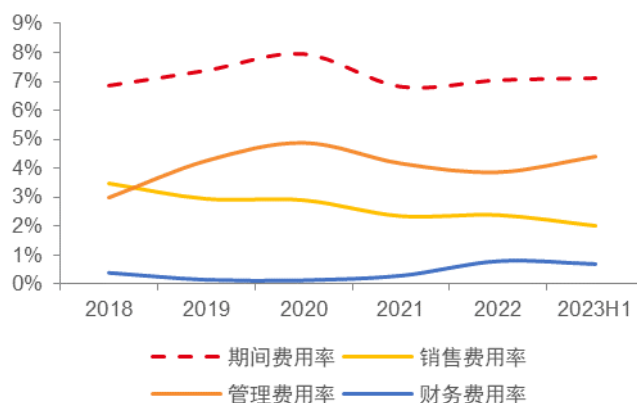
期间费用率较为稳定，研发投入力度较强。2023 年上半年公司期间费用率（不含研发费用）为 7.1%，较 2020 年仅下降 0.8 个 pct，成本管控能力有待进一步加强。2021 年公司研发投入升至 1.09 亿元，同比增长 67.7%，2022 年公司研发费用依旧保持在 1.1 亿元水平，研发投入力度较强。

图表14：公司研发投入力度较强



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

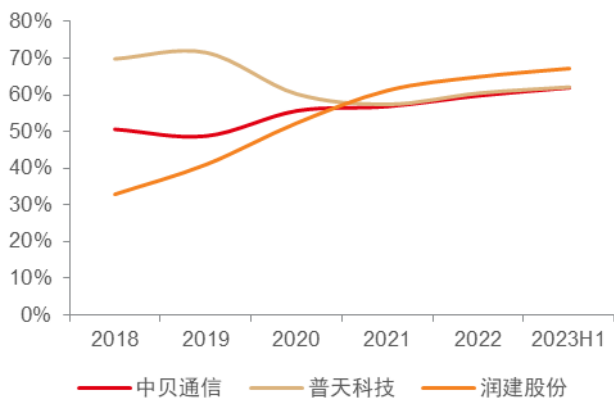
图表15：公司期间费用率稳中有降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

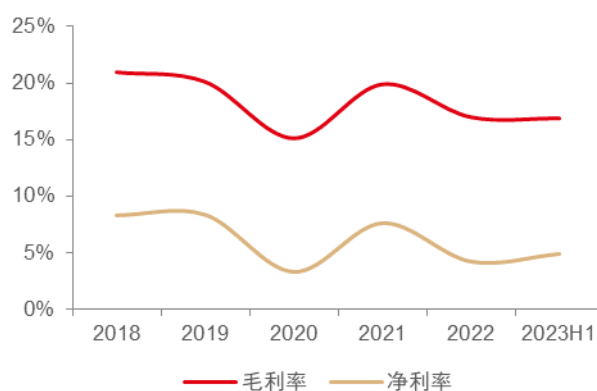
盈利能力有所改善，资产负债率持平可比公司。受国内整体经济环境低迷影响，2022 年公司毛利率、净利率分别由 19.92%/7.63%下降至 16.96%/4.20%。2023 年上半年公司销售毛利率、净利率分别升至 16.84%/4.88%，盈利水平有所恢复。截至 2023 年上半年，公司资产负债率为 61.95%，与可比公司普天科技（62.05%）和润建股份（67.24%）基本持平。

图表16：资产负债率与可比公司持平



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

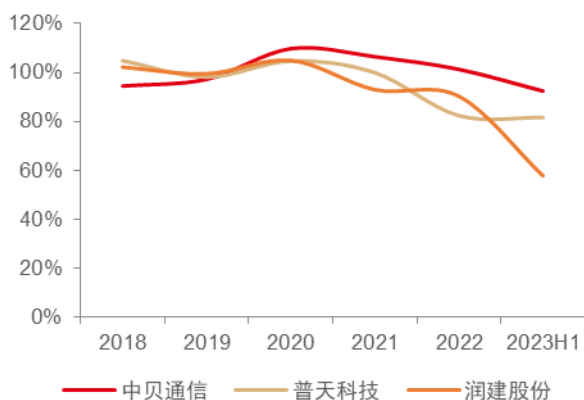
图表17：2023H1 公司盈利能力得到改善



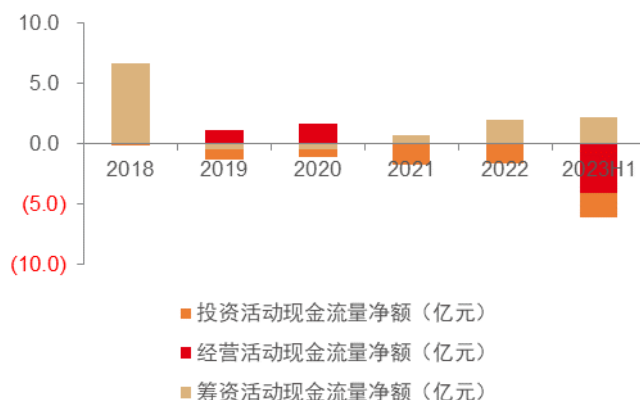
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

收现比优于可比公司，现金流有待改善。2022 年公司收现比为 101.26%，基本覆盖营业收入，优于可比公司普天科技 (82.44%) 和润建股份 (90.49%)。现金流方面，2022 年公司经营、投资、筹资活动现金流量净额分别为 0.51/-1.61、2.04 亿元，现金流仍有待改善。

图表18: 公司收现比优于可比公司



图表19: 现金流仍具备改善空间



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2.4 估值层面: 估值处于近年较高水平

截至 2023 年 10 月 19 日, 公司 PE(TTM) 为 87.06, 高于同业可比公司普天科技 (77.08) 和润建股份 (43.68), 低于中富通 (108.98), 目前估值仍处于近年来较高水平。近一年公司股价上升 222.7%, 跑赢行申万三级-通信工程及服务行业指数 (36.9%)。

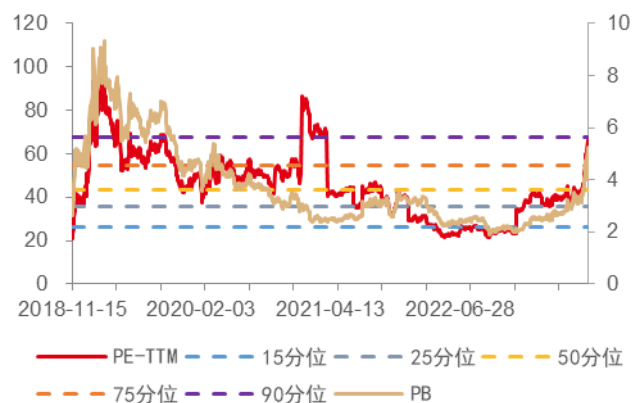
图表20: 公司估值与同业可比公司对比

代码	证券简称	总市值	流通市值	收盘价	PE (TTM)	PB	ROE	近一月涨幅 (%)
603220.SH	中贝通信	119.41	118.51	35.50	87.06	6.68	7.68	4.7198
002544.SZ	普天科技	160.28	156.89	23.48	77.08	4.26	5.52	12.0764
300893.SZ	润建股份	60.10	29.97	26.64	43.68	6.51	14.89	-3.0215
300560.SZ	中富通	39.01	31.75	16.98	108.98	3.37	3.09	-0.2350

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表21：近一年正股股价增速跑赢行业指数 185 个 pct


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：公司估值处于近五年较高水平


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 风险提示

募投项目进展不及预期；新业务拓展不及预期；新能源景气度不及预期；正股价格波动风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048